

Markttrends

Überblick

- Nachdem die Risikoscheu noch im Juli deutlich zurückgegangen war, meldete sich im August die Nervosität an den Märkten zurück.
- Ursache waren in erster Linie die Konjunkturdaten aus den USA, die selbst hinter den bereits bescheidenen Erwartungen zurückblieben. Die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum hat sich indes zum Teil entschärft.
- Von nun an wird die Entwicklung an den Finanzmärkten entscheidend vom Ausmaß der einsetzenden konjunkturellen Abkühlung abhängen.
- Wir bleiben bei unserer seit langem vertretenen Ansicht, dass sich das Wachstumstempo in den USA stark verlangsamten wird, halten einen Rückfall in die Rezession jedoch für unwahrscheinlich.
- Dieses Szenario stützt sich nicht nur auf interne Faktoren, sondern auch auf die Entwicklung der Weltkonjunktur, die in besserer Verfassung zu sein scheint und der US-Wirtschaft so über die Exporte frische Impulse verschafft.
- Es herrscht allerdings eine ungewöhnlich hohe Unsicherheit. Kurzfristig könnten rückläufige Makrodaten die Stimmung dämpfen. Doch wenn erst einmal größere Klarheit im Hinblick auf den weiteren konjunkturellen Verlauf besteht, sollten sich die Märkte wieder erholen.

Aktien

- Aktienmärkte bewegen sich seit Mai innerhalb der Trading-Range. Zwar wird die positive Renditetendenz in diesem Monat anhalten, aber wir bleiben einstweilen vorsichtig. Die Meldungen aus der Wirtschaft könnten sich noch verschlechtern; daran werden weder die Wahlen in den USA noch die chinesische Wirtschaft kurzfristig etwas ändern.
- Sofern der Markt auf unter 2.500 (Stoxx 50) fällt, würden die guten Bewertungen, die quantitative Lockerungspolitik der Fed sowie die – unserer Ansicht nach – schwache Chance eines Double-Dip einen Ausbau unserer Positionen nahe legen.

Bonds/Fixed Income Strategy

- Die Benchmark-Renditen im Euro-Raum rutschten im August auf einen neuen Tiefststand, während die US-Renditen auf ihren tiefsten Stand seit Januar 2009 fielen. Sorgen um die weitere konjunkturelle Entwicklung und Inflationsängste lösten eine erneute Flucht in „sichere Häfen“ aus.



- Die Ungewissheit hinsichtlich der Verfassung der Weltkonjunktur wird wohl andauern und eine deutliche Erholung der Renditen verhindern. Andererseits besteht durch den jüngsten Einbruch der Renditen Spielraum für einen moderaten Anstieg.
- Durch unsere benchmarknahe Positionierung konnten wir eine spürbare Abweichung von der Benchmark-Performance vermeiden. Die jüngste Verflachung der Zinskurve war allerdings ungünstig für unser Portfolio.
- Unsere Handlungsempfehlungen haben sich in den Sommermonaten als zutreffend erwiesen. Während wir einerseits einige Positionen glattgestellt haben, um die erzielten Gewinne zu sichern, sind wir andererseits erneut in den Markt eingestiegen, um von aktuellen Fehlbepreisungen zu profitieren.

Währungen

- In den letzten Wochen standen die Devisenmärkte vor allem unter dem Eindruck weltweiter Wachstumssorgen. Yen und Schweizer Franken legten massiv zu.
- Der US-Dollar fiel gegenüber dem Euro vorübergehend auf das Niveau von Ende April, konnte angesichts der Flucht in sichere Häfen und der auf eine Fortdauer der lockeren Geldpolitik gerichteten Kommentare von EZB-Mitgliedern im August wieder zulegen.
- Im weiteren Verlauf könnte der US-Dollar infolge schwacher US-Daten gegenüber dem Euro noch etwas nachgeben. Durch den anhaltenden Höhenflug des Yen wird eine Intervention der japanischen Zentralbank am Devisenmarkt immer wahrscheinlicher.

	BIP-Wachstum			Inflationsrate		
	2009	2010f	2011f	2009	2010f	2011f
US	-2,6	2,6	1,8	-0,3	1,5	1,2
Euro-Raum	-4,1	1,5	1,3	0,3	1,5	1,3
Japan	-5,2	2,6	1,2	-1,3	-0,8	-0,4
UK	-4,9	1,4	1,8	2,2	2,9	3,0
Weltweit	-1,1	4,2	3,5	0,7	2,0	1,8

Überblick

- **Nachdem die Risikoscheu noch im Juli deutlich zurückgegangen war, meldete sich im August die Nervosität an den Märkten zurück.**
- **Ursache waren in erster Linie die Konjunkturdaten aus den USA, die selbst hinter den bereits bescheidenen Erwartungen zurückblieben. Die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum hat sich indes zum Teil entschärft.**
- **Von nun an wird die Entwicklung an den Finanzmärkten entscheidend vom Ausmaß der einsetzenden konjunkturellen Abkühlung abhängen.**
- **Wir bleiben bei unserer seit langem vertretenen Ansicht, dass sich das Wachstumstempo in den USA stark verlangsamen wird, halten einen Rückfall in die Rezession jedoch für unwahrscheinlich.**
- **Dieses Szenario stützt sich nicht nur auf interne Faktoren, sondern auch auf die Entwicklung der Weltkonjunktur, die in besserer Verfassung zu sein scheint und der US-Wirtschaft so über die Exporte frische Impulse verschafft.**
- **Es herrscht allerdings eine ungewöhnlich hohe Unsicherheit. Kurzfristig könnten rückläufige Makrodaten die Stimmung dämpfen. Doch wenn erst einmal größere Klarheit im Hinblick auf den weiteren konjunkturellen Verlauf besteht, sollten sich die Märkte wieder erholen.**

In den vergangenen beiden Monaten hat sich die Marktstimmung deutlich verschlechtert. Aufgrund der bei der Bewältigung der Kreditkrise im Euro-Raum erzielten Fortschritte war die Risikoscheu im Juli deutlich gesunken. Im August trübte sich das Stimmungsbild indes merklich. Das zeigte sich vor allem an den wichtigsten Staatsanleihemärkten: Hier purzelten die Renditen. So ist die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen seit Anfang Juli um 45 Bp. auf aktuell 2,5 Prozent gefallen. Das entspricht dem Niveau von Januar 2009 auf dem Höhepunkt der Kreditkrise. Noch ausgeprägter war der Abwärtstrend bei den zehnjährigen Bund-Renditen, die Ende August auf einen neuen Tiefststand von 2,09 Prozent rutschten.

Auch die Aktienmärkte in den USA und im Euro-Raum waren überaus volatil, schlossen die vergangenen beiden Monate aber im Wesentlichen unverändert ab. Dabei machte ein kräftiges Gewinnwachstum die volkswirtschaftlichen Ungewissheiten weitgehend wett. Gleichwohl nahm die Abwärtsdynamik in den letzten beiden Augustwochen zu, als die Konjunkturdaten die anfängliche Schwäche bestätigten. Am schlechtesten schnitt der japanische Aktienmarkt ab. Grund war der jüngste Höhenflug des Yen, der die weltwirtschaftlichen Sorgen noch verstärkte. In Europa erwiesen sich Investment-Grade-Unternehmensanleihen als die attraktivste Anlageform. Unternehmensanleihen mit hoher Bonität profitierten davon, dass die zugrunde liegenden Renditen niedriger tendierten und die Spreads sich weiter verengten. Die von den iBoxx-Indizes abgebildeten Renditen außerhalb des Euro-Finanzsektors haben im bisherigen Jahresverlauf 7,0 Prozent erreicht.

Der erneute Druck auf Aktien und Renditen hat mehrere Gründe. Wie bereits erwähnt, sind die konjunkturellen Aussichten jetzt ungewisser als zuvor. So deuten nicht nur einige Indikatoren auf eine Mäßigung der chinesischen Wachstumsdynamik hin, auch die US-Konjunkturdaten fielen schwächer als erwartet aus. Dabei fällt vor allem der erneute Einbruch am Wohnimmobilienmarkt auf. Nachdem die Steuervergünstigungen für Ersterwerbende von Eigenheimen Ende April ausliefen, sank die Zahl der Wohnimmobilienkäufe bei Alt- und Neubauten um jeweils über 30 Prozent. Auch die Investitionsausgaben waren stark rückläufig und ließen im Juli um 8,0 Prozent gegenüber dem Vormonat nach. Der Philadelphia Fed Index ging sogar so stark zurück, dass man jetzt einen Einbruch des landesweiten ISM-Index befürchtet. Last but not least konnte die – wenn auch positive – Entwicklung der Beschäftigungszahlen im Privatsektor die Markterwartungen nicht erfüllen.

Diese datenbedingten Wachstumssorgen wurden dadurch noch verstärkt, dass die Fed Anfang August die Wiederaufnahme des Ankaufs von US-Treasuries beschloss. Diese Maßnahme zielt zwar nur darauf ab, die Wertpapierbestände der US-Notenbank auf dem gegenwärtigen Niveau zu halten (man könnte die jüngste Initiative daher als „abgespeckte“ quantitative Lockerung beschreiben). Doch die bloße Tatsache, dass die US-Zentralbank den Aufkauf von Treasuries wieder aufgenommen hat, erweckt den Eindruck, die Fed habe im Hinblick auf die Intensität des anstehenden Abschwungs gegenüber der Anlegerschaft einen Informationsvorsprung. Überraschend war zudem, dass die im Juli veröffentlichten jüngsten Wachstumsprognosen der Fed für 2010 und 2011 immer noch von Zuwachsraten von 3,25 Prozent bzw. 3,85 Prozent ausgehen.

Märkte reduzieren Wachstumserwartungen

Angesichts dieser Zahlen schrauben die Analysten bereits ihre Erwartungen für das US-Wachstum zurück. Während im Juni noch ein Wachstum des realen BIP von 3,1 Prozent prognostiziert wurde, liegen die Vorhersagen mittlerweile bei 2,7 Prozent. Dennoch liegt die Consensus-Prognose immer noch deutlich über unserer eigenen Schätzung von 1,8 Prozent (siehe Chart nächste Seite). Weitere Anpassungen sind daher wahrscheinlich.

Wir weisen bereits seit geraumer Zeit darauf hin, dass die Dynamik der US-Konjunktur 2010 vor allem aus vier Gründen nachlassen wird: weniger fiskalpolitische Impulse, anhaltender Schuldenabbau der Privathaushalte, schwaches Kreditwachstum sowie Übergang des Lagerzyklus in die Reifephase. Offenbar korrigieren die Marktteilnehmer ihre Erwartungen jetzt endlich in Richtung unserer eigenen Prognosen.

Im weiteren Verlauf dieses Jahres wird vor allem der konjunkturelle Rahmen die Entwicklung an den Finanzmärkten bestimmen. Hier dürfte die Unsicherheit vorerst anhalten, da mit Transparenz im Hinblick auf die weltwirtschaftliche Entwicklung bis auf weiteres nicht zu rechnen ist. Aller Wahrscheinlichkeit nach werden sich positive und negative Makrodaten abwechseln. Aufgrund der allgemein schwachen Wachstumsentwicklung ist auch der konjunkturelle Puffer, der den Rückfall in eine Rezession abfedern soll, weniger ausgeprägt als üblich. Insofern kommen die Märkte nicht zur Ruhe.

Höhere Löhne in China

Lässt man sich jedoch nicht von den Verzerrungen am Markt ablenken, sondern behält das Gesamtbild im Auge, so sind eine Reihe konjunkturstützender Faktoren für die Weltwirtschaft zu erkennen. So wird die konjunkturelle Abkühlung in China voraussichtlich einen geordneten Verlauf nehmen. Die chinesische Regierung bemüht sich um eine Steuerung dieses Prozesses, um eine völlige Überhitzung der Konjunktur abzuwenden. Hier macht sich vor allem die Tatsache positiv bemerkbar, dass China noch über ausreichenden wirtschaftspolitischen Spielraum verfügt, um die Konjunktur gegebenenfalls anzukurbeln, falls die Wirtschaftstätigkeit sich zu sehr verlangsamen sollte. Das staatliche Haushaltsdefizit sowie der Verschuldungsgrad sind in China niedrig, und das Land verfügt mittlerweile über Devisenreserven in Höhe von 2,5 Billionen US-Dollar (das entspricht 49 Prozent der letztjährigen Wirtschaftsleistung).

Anleiherenditen weiterhin niedrig

Was die Aussichten für die Finanzmärkte betrifft, wird die Entwicklung nach unserem Dafürhalten in zwei Phasen verlaufen. Solange die Märkte von der Angst vor einer erneuten Rezession beherrscht werden, ist ein Anstieg der Langzeitrenditen an den wichtigsten Anleihemärkten – trotz der aktuell extrem niedrigen Niveaus – so gut wie ausgeschlossen.

Entwicklung nach unserem Dafürhalten in zwei Phasen verlaufen. Solange die Märkte von der Angst vor einer erneuten Rezession beherrscht werden, ist ein Anstieg der Langzeitrenditen an den wichtigsten Anleihemärkten – trotz der aktuell extrem niedrigen Niveaus – so gut wie ausgeschlossen. Entsprechend erwarten wir, dass die Langzeitrenditen in den USA und im Euro-Raum in den kommenden Wochen seitwärts tendieren werden. Im Anschluss an die Mitte Juli empfohlene lange Durationsposition empfehlen wir jetzt eine neutrale Gewichtung von Staatsanleihen.

Wenn die Zuversicht an den Märkten aber erst einmal wieder gestiegen ist, dürfte sich der gegenwärtige Kapitalstrom in „sichere Häfen“ zumindest teilweise umkehren, so dass die Renditen wohl wieder zulegen werden. Ein deutlicherer Anstieg auf ein Niveau von über 3,0 Prozent bei zehnjährigen Treasuries und Bundesanleihen ist indes unwahrscheinlich, solange der Inflationsdruck niedrig bleibt und die Zentralbanken an ihrer extremen Niedrigzinspolitik festhalten. Sofern eine tiefe Rezession bzw. eine Deflation vermieden werden kann, werden die Leitzinsen letztendlich wieder angehoben werden (frühestens jedoch Ende 2011).

Bevor jedoch verstärkt über eine solche Maßnahme spekuliert wird, dürfte die extrem steile Zinsstrukturkurve einen etwaigen Anstieg der Langfristrenditen begrenzen.

Aktienmärkte bewegen sich innerhalb der Trading-Range

Im bisherigen Jahresverlauf waren die Aktienmärkte von extrem volatilen Seitwärtsbewegungen mit leicht negativer Tendenz geprägt. Der S&P500 Total Return Index ist seit Beginn des Jahres um 4,7 Prozent und der MSCI EMU um 5,9 Prozent gefallen.

Vor dem Hintergrund der schweren Schuldenkrise im Euro-Raum und der gegenwärtigen Wachstumssorgen kann das allerdings als eine immer noch relativ stabile Entwicklung gewertet werden (vor allem im Vergleich zur Renditeentwicklung). Eine der wichtigsten Stützen der Aktienmärkte waren die Unternehmensgewinne, die 2010 kräftig zugelegt haben.

Auf kurze Sicht rechnen wir nicht mit einem erneuten Anstieg der Aktienkurse, die unter den ungewissen konjunkturellen Aussichten leiden. Überdies ist in den kommenden Wochen mit einer Abwärtskorrektur der Gewinnprognosen zu rechnen. Dennoch begünstigen mehrere Faktoren nach wie vor die Kursentwicklung. Hier seien vor allem der Mangel an überzeugenden Investment-Alternativen, die zunehmende M&A-Tätigkeit sowie die angemessenen bzw. fairen Bewertungen genannt. Vor diesem Hintergrund dürften die Aktienkurse mittelfristig wieder leicht nach oben tendieren.

Bonds	aktuell	1M	12M
10-Year Treasuries	2,55	2,60	3,50
10-Year Bunds	2,13	2,20	2,90
10-Year JGBs	0,95	0,95	1,40
Corporate Bonds	aktuell	1M	12M
IBOXX Corp Non Fin	105	98	100
IBOXX Corp. Sen Fin	136	130	115
Währungen	aktuell	1M	12M
USD/EUR	1,27	1,28	1,20
JPY/USD	85	86	96
GBP/EUR	0,82	0,84	0,82
Aktien	aktuell	1M	12M
S&P500	1055,7	1060,0	1160,0
MSCI EMU	81,6	81,7	88,0

Aktuelle Werte = Durchschnitt der letzten drei Handelstage

Autoren

Überblick: Dr. Klaus Wiener
 Tel.: +49 221/4203-5340
 E-Mail: klaus.wiener@geninvest.de

**Aktien: dott. Michele Morganti
 Dietmar Wiggemann**
 Tel.: +39 040/671-599
 +49 221/4203-5349
 E-Mail: michele.morganti@am.generalicom
 dietmar.wiggemann-watermann@geninvest.de

Anleihen: Dr. Florian Späte, CIIA
 Tel.: +49 221/4203-5367
 E-Mail: florian.spaete@geninvest.de

**Währungen: Dr. Christoph Siepmann
 Dr. Martin Wolburg, CIIA**
 Tel.: +49 221/4203-5342/-5346
 E-Mail: christoph.siepmann@geninvest.de
 martin.wolburg@geninvest.de

Impressum

Leiter Research
 Klaus Wiener, Ph.D. (Tel. +49 221 / 4203-5340)

Team:
 dott. Fabrizio Barbini (Tel. +39 040 / 671-386)
 Dr. Thomas Hempell, CFA (Tel. +49 221 / 4203-5341)
 Thomas Jacob (Tel. +49 221 / 4203-5318)
 dott. Michele Morganti (Tel. +39 040 / 671-599)
 Vladimir Oleinikov, CFA (Tel. +49 221 / 4203-5317)
 Frank Ruppel (Tel. +49 221 / 4203-5347)

Dr. Thorsten Runde (Tel. +49 221 / 4203-5364)
 Dr. Christoph Siepmann (Tel. +49 221 / 4203-5342)
 Dr. Florian Späte, CIIA (Tel. +49 221 / 4203-5367)
 Dietmar Wiggemann (Tel. +49 221 / 4203-5349)
 Dr. Martin Wolburg, CIIA (Tel. +49 221 / 4203-5346)

E-mails Deutschland:
 vorname.nachname@geninvest.de
E-mails Italien:
 vorname.nachname@am.generalicom

Editor:
 Elisabeth Weinberg (Tel. +49 221 / 4203-5354)
Herausgeber:
 Generali Investments Research Department
 Köln, Deutschland · Triest, Italien
 Unter Sachsenhausen 27, D-50667 Köln
Redaktionsschluss:
 31. August 2010
 Quellen der Grafiken und Tabellen:
 Thomson Reuters Datastream, eigene Berechnungen.

Generali Investments, Köln/Triest 2010. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind von Generali Investments sorgfältig recherchiert und überprüft worden. Dennoch übernimmt Generali Investments keine Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungsäußerungen stammen aus Quellen, die Generali Investments als zuverlässig erachtet. Eine ausdrückliche oder stillschweigende Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben können wir jedoch nicht übernehmen. In dieser Publikation enthaltene Meinungsäußerungen geben GENERALI Investments. Auffassung zum Zeitpunkt der Drucklegung wieder und können sich ohne Ankündigung ändern. Derartige Meinungsäußerungen dienen weder der Bewertung einer bestimmten Strategie noch der Bewertung eines Investments in Finanzinstrumente. Dieses Dokument enthält kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Vervielfältigungen, ob vollumfänglich oder teilweise, sind nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung zulässig.

**Generali Investments Deutschland
 Kapitalanlagegesellschaft mbH**

Unter Sachsenhausen 27
 D-50667 Köln
 Te.: +49 221 / 4203-5555
 service@geninvest.de

